

Le réveil de L'ÉCONOMIE sera long et difficile

L'Histoire nous montre que la COVID-19 pourrait avoir des répercussions économiques sur plusieurs décennies

Oscar Jordà, Sanjay R. Singh et Alan M. Taylor

Le tribut que l'économie mondiale a payé à la pandémie de COVID-19 ces tout derniers mois n'est qu'un début. Après l'effondrement rapide et sans précédent de la production, du commerce et de l'emploi, la tendance pourrait s'inverser quand la pandémie régressera. Mais les données historiques portent à croire que ses conséquences économiques à long terme pourraient durer au moins une génération.

Nous pourrions, par exemple, enregistrer des taux d'intérêt réels faibles, s'apparentant à une stagnation séculaire, pendant une vingtaine d'années, voire plus. Bonne nouvelle, tout de même, ces périodes prolongées de coûts d'emprunt peu élevés sont liées à une hausse des salaires réels et dégagent une marge de manœuvre budgétaire non négligeable pour financer les mesures de relance gouvernementales et compenser les dégâts économiques provoqués par la pandémie.

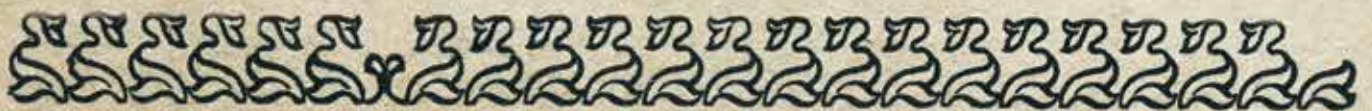
Les travaux sur les conséquences économiques de la crise pandémique actuelle se sont jusqu'ici concentrés sur les résultats à court terme des stratégies d'atténuation et d'endiguement. Toutefois, comme les gouvernements lancent de vastes offensives budgétaires pour contrer la pandémie, il est important de comprendre à quoi ressemblera le paysage économique dans les années

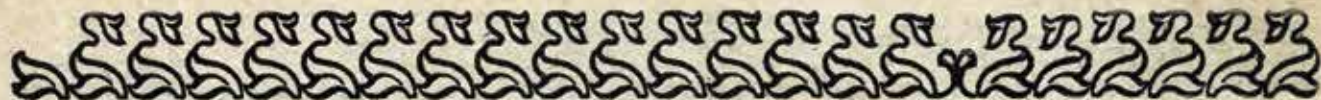
et les décennies à venir. Nous ne voyons pas encore très précisément dans quelle mesure ce paysage façonnera les politiques monétaires et budgétaires.

Revenir sur les pandémies antérieures, en remontant jusqu'à la Peste noire des années 1300 et en faisant le point sur leurs effets économiques à moyen et long terme, peut nous aider à y voir plus clair. L'extrapolation des tendances historiques doit cependant prendre en compte une différence cruciale : les pandémies passées comme la Peste noire datent d'époques où presque personne n'atteignait un âge avancé. Aujourd'hui, avec les progrès de la longévité, le scénario sera peut-être différent : la mortalité liée à la COVID-19 semble toucher de façon disproportionnée les personnes âgées, qui en général n'appartiennent plus à la population active et tendent à épargner davantage que les jeunes.

Pandémie et macroéconomie

La plupart des études historiques se sont focalisées sur un événement, dans un pays ou une région, en recensant ses retombées locales sur une décennie tout au plus. Mais, dans les pandémies à grande échelle, les effets sont ressentis dans toute l'économie ou dans des régions plus vastes, et ce pour deux raisons : soit parce que l'infection





Dr. Doctor Schnabel von Rom.



Vos Creditis, als eine fabel.
quod scribitur vom Doctor schnabel.
der fugit die Contagion
et aufert seinen Lohn darvon.
Cadavera sucht er zu fristen
gleich wie der Corvus auf der Misten.
Ah Credite. zihet nicht dort hin
dann Romæ regnat die Pestin.

Quis non deberet sehr erschrec,
für seiner Virgul oder stecken.
quâ loquitur, als wâr er stumm.
und deutet sein consilium.
wie mancher Credit ohne zweifel,
das ihm tentir ein schwarzen teufel.
Marsupium heyst seine Höll.
und aurum die geholte seel

J. Columbina, ad visum delineavit

Paulus Fürst. Excudit

Kleidung wider den Tod zu Rom. Anno 1656.
Also gehen die Doctores Medici dâher zu Rom, wann sie die, ander Pest erkrankte Per-
sonen besuchen, sie zu curiren und tragen, sich wider den Gift zu sichern, ein langes Kleid von ge-
wârtem Tuch ihr Angesicht ist verlarvt, fû den Augen haben sie grosse Crÿstalline Brillen, wide-
Nasennetzen langen Schnabel voll wolriechender Specereij, in der Hände, welche mit Hand schühert
wol versehen ist, eine lãnge Kütche und darmit deuten sie, was man thun, und gebrauchẽ soll

elle-même s'étend, soit parce que le commerce et l'intégration des marchés finissent par répercuter le choc économique sur l'ensemble de la carte.

Dans une nouvelle étude (Jordà, Singh et Taylor, 2020), nous envisageons de manière globale les conséquences macroéconomiques des pandémies dans un certain nombre de pays européens. Nous nous intéressons plus particulièrement aux suites de 15 grandes pandémies, chacune à l'origine d'au moins 100 000 décès (voir la liste du tableau).

À partir des données nouvellement disponibles qui portent sur le rendement des dettes souveraines à long terme et remontent jusqu'au XIV^e siècle (Schmelzing, 2020), nous estimons la réponse d'un « taux d'intérêt naturel réel » (après inflation) en Europe dans le sillage d'une grande pandémie. Dans la suite de l'article, nous utiliserons simplement le terme « taux naturel ».

Pour les économistes, le taux naturel ou neutre est le niveau d'équilibre qui permettrait à l'économie de croître à son taux potentiel avec une inflation stable. À long terme, ce sont l'offre (épargnants) et la demande (emprunteurs) relatives de fonds prêtables qui déterminent le taux naturel.

Ce taux est un baromètre économique important. Par exemple, quand les populations deviennent plus frugales, l'offre relative d'épargne augmente ; quand le rythme de croissance sous-jacent s'essouffle, il devient moins intéressant d'investir : dans les deux cas, le taux naturel diminue pour rétablir l'équilibre.

Comme le montre le graphique 1, la pandémie a des effets durables sur les taux d'intérêt. Après une pandémie, le taux naturel tend à décliner d'environ 1,5 point deux décennies plus tard. C'est une baisse comparable à celle que nous avons connue entre le milieu des années 80 et aujourd'hui. Nous constatons également qu'il faut 20 années de plus pour que le taux naturel revienne à son niveau initial.

Un bilan stupéfiant

Ces résultats sont impressionnants et confirment l'ampleur des effets économiques des pandémies au cours des siècles. Nous savons qu'après de grandes récessions provoquées par des crises financières, les taux réels sans risque — étroitement liés au taux naturel — peuvent être bas pendant 5 à 10 ans (Jordà, Schularick et Taylor, 2013), mais, en l'occurrence, le phénomène est encore plus marqué.

Les éléments du graphique 1 vont dans le sens du fameux modèle de croissance néoclassique. La perte de travail sans destruction simultanée de capital induit un rééquilibrage du rendement relatif respectif de ces deux facteurs. La chute des taux d'intérêt qui en résulte peut aussi être amplifiée par le surcroît d'épargne des survivants à la pandémie, simplement

Mise en perspective historique

Dans l'Histoire, au moins 15 événements pandémiques majeurs ont provoqué chacun au moins 100 000 décès.

Événement	Début	Fin	Décès
Mort noire	1331	1353	75 000 000
Peste italienne	1623	1632	280 000
Grande Peste de Séville	1647	1652	2 000 000
Grande Peste de Londres	1665	1666	100 000
Grande Peste de Marseille	1720	1722	100 000
Première pandémie de choléra	1816	1826	100 000
Deuxième pandémie de choléra	1829	1851	100 000
Pandémie de choléra en Russie	1852	1860	1 000 000
Pandémie de grippe dans le monde	1889	1890	1 000 000
Sixième pandémie de choléra	1899	1923	800 000
Pandémie d'encéphalite léthargique	1915	1926	1 500 000
Grippe espagnole	1918	1920	100 000 000
Grippe asiatique	1957	1958	2 000 000
Grippe de Hong Kong	1968	1969	1 000 000
Pandémie de H1N1	2009	2010	203 000

Sources : Alfani et Murphy (2017) ; Taleb et Cirillo (2020) ; https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_epidemics et les références y figurant.

désireux de reconstituer leur patrimoine ou de vivre plus frugalement, par précaution.

Si cette explication est la bonne, nous devrions observer un schéma très différent après un type d'événement historique très différent, mais causant aussi d'immenses pertes humaines : la guerre. Contrairement aux pandémies, les grands conflits armés entraînent également la destruction de récoltes, de terres, de structures et de machines, c'est-à-dire une destruction de capital.

Pour explorer plus avant la question, nous avons étendu nos estimations initiales aux principales guerres qui ont entraîné de nombreuses pertes humaines (mais aussi pertes de terres, de structures et d'autres formes traditionnelles de capital). Les résultats ne sauraient être plus clairs. En période de guerre, le rapport entre les pertes de capital et les pertes de travail oriente le taux d'intérêt à la hausse, et non à la baisse, comme le montre également le graphique 1. Les guerres tendent à maintenir les taux d'intérêt réels élevés pendant 30 à 40 ans et de manière significative sur le plan économique (et statistique).

Si le mécanisme néoclassique est exact, les effets des pandémies devraient être visibles aussi dans un autre domaine : avec la baisse du ratio capital/travail, le taux naturel devrait diminuer, mais les salaires réels augmenter. Le graphique 2 illustre la réponse des salaires réels aux pandémies : ils augmentent progressivement, de sorte que, sur 40 ans, ils progressent

d'environ 10 %. Ce schéma s'inscrit donc dans la logique du modèle de croissance néoclassique.

Résultat net

Les grandes pandémies qui ont marqué l'histoire du dernier millénaire ont généralement été liées à un faible rendement des actifs après coup. Mesurées par les écarts du taux d'intérêt naturel, ces réponses montrent que les pandémies sont suivies de périodes prolongées (plusieurs décennies) de taux réels faibles, ce qui peut refléter un manque d'investissements essentiels (lié à l'excès de capital par unité de travail survivante) ou un désir accru d'épargner (par précaution, en raison de la conjoncture plus incertaine ou du souhait de reconstituer un patrimoine amoindri), ou les deux.

Si les tendances historiques que nous avons mises en lumière sont observées aussi dans le sillage de la COVID-19, le risque de stagnation séculaire (Summers, 2014) pourrait occuper ceux qui élaborent les politiques monétaires et de stabilisation budgétaire pendant au moins les deux prochaines décennies.

Mais faudrait-il s'attendre à des diminutions de 1,5 % à 2 % du taux naturel cette fois ? Au moins trois facteurs devraient atténuer la baisse du taux naturel.

Premièrement, le nombre de décès causés par la COVID-19 rapporté à la population totale pourrait être inférieur à la mortalité entraînée par certaines des grandes pandémies passées, si les traitements médicaux et les mesures de santé publique modernes se révèlent plus efficaces.

Deuxièmement, la COVID-19 touche principalement les personnes âgées, qui ne font plus partie de la population active, et tend à épargner relativement plus les jeunes, ce qui fait une grande différence avec les siècles passés, quand l'espérance de vie était plus courte.

Troisièmement, les politiques offensives d'expansion budgétaire pour contrer la pandémie vont encore stimuler la dette publique, réduisant les taux d'épargne nationaux et exerçant peut-être une poussée à la hausse sur les taux d'intérêt réels.

En dernière analyse, nous prévoyons toujours une période prolongée de taux réels bas (malgré les facteurs d'atténuation évoqués plus haut). Ces taux faibles devraient ensuite dégager la marge de manœuvre budgétaire voulue pour que les dirigeants s'attaquent avec force aux conséquences de la pandémie. **FD**

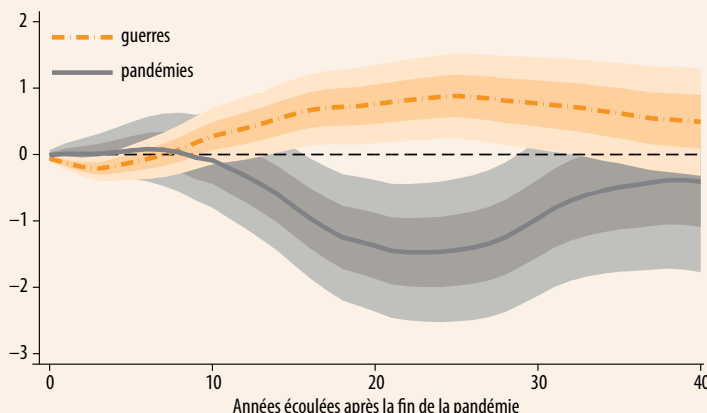
OSCAR JORDÀ est conseiller économique principal à la Banque de réserve fédérale de San Francisco et enseigne l'économie à l'Université de Californie, à Davis. **SANJAY R. SINGH** et **ALAN M. TAYLOR** sont respectivement professeur assistant d'économie et professeur d'économie et de finance dans cette même université.

Graphique 1

Guerres et pandémies

Le taux d'intérêt réel tend à rester élevé pendant plusieurs décennies après une guerre ; les pandémies sont suivies du phénomène inverse.

(réaction des taux d'intérêt réels à une pandémie, en pourcentage)



Source : Jordà, Singh et Taylor (2020).

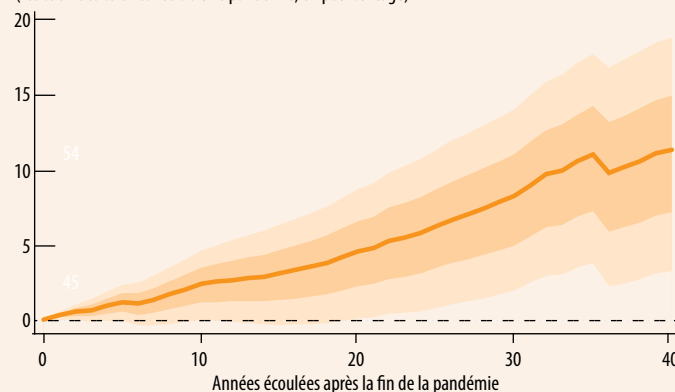
Note : Les zones ombrées sont les zones d'écarts-types.

Graphique 2

Hausse continue

Les salaires réels tendent à augmenter progressivement dans la décennie suivant une pandémie.

(réaction des salaires réels à une pandémie, en pourcentage)



Source : Jordà, Singh et Taylor (2020).

Note : Les zones ombrées sont les zones d'écarts-types.

Bibliographie :

Jordà, Ò., M. Schularick, and A. M. Taylor. 2013. "When Credit Bites Back." *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2): 3–28.

Jordà, Ò., S. R. Singh, and A. M. Taylor. 2020. "Longer-Run Economic Consequences of Pandemics." *Covid Economics: Vetted and Real-Time Papers* 1 (April 3): 1–15.

Schmelzing, P. 2020. "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018." Bank of England Staff Working Paper 845, London.

Summers, L. H. 2014. "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound." *Business Economics* 49 (2): 65–73.